

**STUDI EMPIRIK PERBANDINGAN KINERJA ANTARA
JAKARTA ISLAMIC INDEX (JII) DAN INDEKS LQ-45 DI
BURSA EFEK INDONESIA PADA SAAT, SEBELUM, DAN
SETELAH KRISIS KEUANGAN GLOBAL**



ARTIKEL PUBLIKASI

Disusun oleh :

SEPTI MURYANI RAHMAWATI

B 300 091 003 / I 000 090 040

**TWINNING PROGRAM
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS DAN FAKULTAS AGAMA ISLAM
UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH SURAKARTA**

2013

HALAMAN PENGESAHAN

Yang bertanda tangan dibawah ini telah membaca artikel publikasi dengan judul:

STUDI EMPIRIK PERBANDINGAN KINERJA ANTARA JAKARTA ISLAMIC INDEX (JII) DAN INDEKS LQ-45 DI BURSA EFEK INDONESIA PADA SAAT, SEBELUM, DAN SETELAH KRISIS KEUANGAN GLOBAL

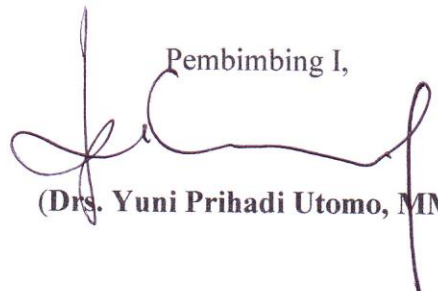
Yang ditulis oleh:

SEPTI MURYANI RAHMAWATI

B 300 091 003 / I 000 090 040

Penandatanganan berpendapat bahwa artikel publikasi tersebut telah memenuhi syarat untuk diterima.

Surakarta, Juli 2013

Pembimbing I,

(Drs. Yuni Prihadi Utomo, MM)

Mengetahui,
Dekan FEB UMS,

(Dr. Triyono, SE., M.Si.)


**STUDI EMPIRIK PERBANDINGAN KINERJA ANTARA JAKARTA
ISLAMIC INDEX (JII) DAN INDEKS LQ-45 DI BURSA EFEK
INDONESIA PADA SAAT, SEBELUM, DAN SETELAH KRISIS
KEUANGAN GLOBAL**

**Septi Muryani Rahmawati
B 300 091 001 / I 000 090 040**

**Twinning Program Studi Ilmu Ekonomi Studi Pembangunan Fakultas
Ekonomi dan Bisnis dan Program Studi Syariah Fakultas Agama Islam
Universitas Muhammadiyah Surakarta
Email : septimuryani1991@gmail.com**

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja indeks JII dengan indeks LQ-45 pada periode sebelum, saat, dan setelah krisis keuangan global. Metode yang digunakan untuk menilai kinerja indeks yaitu Indeks Sharpe, Indeks Treynor, dan Indeks Alpha Jensen. Perbedaan yang signifikan antara indeks JII dan indeks LQ-45 dianalisis dengan menggunakan analisis perbandingan rata-rata yaitu Independent-Samples T test dengan bantuan program SPSS 15.0 for Windows, hasil dari pengujian ini diharapkan dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi oleh investor di Bursa Efek Indonesia dan dapat menambah pengetahuan di bidang keuangan terutama tentang kinerja indeks saham. Selain itu, dalam penelitian ini juga diungkap hubungan jangka panjang dan jangka pendek pada JII maupun LQ-45 menggunakan Direct Error Corection Model.

Kata kunci : kinerja JII dan LQ-45 periode sebelum, saat, dan setelah krisis keuangan global, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), Independent Sample t-Test, Indeks Sharpe, Indeks Treynor, Indeks Alpha Jensen, Direct Error Corection Model, Sertifikat Bank Indonesia (SBI)

1. PENDAHULUAN

Di pertengahan tahun 2007 hingga 2009 lalu perekonomian dunia, khususnya Amerika Serikat mengalami gejolak keuangan yang cukup serius. Banyak analis yang memperkirakan ini merupakan krisis terbesar setelah *great depression* tahun 1929-1930 yang melanda Amerika Serikat. Beik dkk. (2011) mencatat sejak Juli 2007 sampai Mei 2009, krisis keuangan global ini telah mempengaruhi pasar keuangan di Amerika Serikat. Kejatuhan indeks Dow Jones sebesar 18 persen dalam satu minggu merupakan kejatuhan terbesar selama periode tersebut. Pasar modal negara maju lainnya seperti Indeks Nikkei 225 dan FTSE 100, turun secara signifikan sebesar 24 persen dan 21

persen pada periode yang sama. Selain negara maju, pengaruh krisis keuangan global 2007 juga menyebar ke negara-negara berkembang termasuk Indonesia. Kapitalisasi Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) jatuh sebesar 54 persen pada tahun 2008.

Bagi para investor, mereka dihadapkan pada pilihan sulit untuk memilih investasi yang dapat *survive* terhadap terjangan krisis keuangan. Muncul berbagai alternatif solusi untuk keluar dalam sebuah krisis ini. Seiring dengan perkembangan Ekonomi Islam, maka keberadaan pasar modal syariah dianggap sebagai suatu alternatif.

2. TEORI, PENELITIAN TERDAHULU DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Di Indonesia, secara historis keberadaan pasar modal syariah dimulai dan diperkenalkan pada pertengahan tahun 1997 melalui instrumen reksadana syariah. Berkat adanya kerjasama antara PT Bursa Efek Jakarta (BEJ) dengan PT Danareksa Investment Management (DIM) pada bulan Juli 2000 berhasil dibentuk Jakarta Islamic Index (JII). Jakarta Islamic Index terdiri dari 30 saham yang dipilih dari saham-saham yang sesuai syariah Islam. Berdasarkan arahan Dewan Syariah Nasional dan peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A. 13 tentang Penerbitan Efek Syariah, jenis kegiatan utama suatu badan usaha yang dinilai tidak memenuhi syariah Islam adalah:

- a. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang;
- b. Menyelenggarakan jasa keuangan yang menerapkan konsep ribawi, jual beli risiko yang mengandung *gharar* dan *maisyir*;
- c. Memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, dan atau menyediakan:
 - Barang dan atau jasa yang haram karena zatnya (*haram li-dzatihi*);
 - Barang dan atau jasa yang haram bukan karena zatnya (*haram li-ghairihi*) yang ditetapkan oleh DSN-MUI;
 - Barang dan atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudharat.

- d. Melakukan investasi pada perusahaan yang pada saat transaksi tingkat (nisbah) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih dominan dari modalnya, kecuali investasi tersebut dinyatakan kesyariahannya oleh DSN-MUI.

Sedangkan kriteria saham yang masuk dalam kategori syariah adalah:

- a. Tidak melakukan kegiatan sebagaimana yang diuraikan diatas;
- b. Tidak melakukan perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang dan jasa dan perdagangan dengan penawaran dan permintaan palsu;
- c. Tidak melebihi rasio keuangan sebagai berikut:
 - Total hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82% (hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 45% : 55%);
 - Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya (pendapatan non-halal) dibandingkan dengan total pendapatan tidak lebih dari 10%.

Saham-saham yang masuk dalam perhitungan JII dilakukan dengan proses seleksi sebagai berikut:

- a. Seleksi Syariah : Saham-saham yang dipilih berdasarkan Daftar Efek Syariah (DES) yang dikeluarkan Bapepam-LK;
- b. Seleksi Kapitalisasi : Memilih 60 saham dari DES tersebut berdasarkan urutan kapitalisasi pasar terbesar dalam 1 tahun terakhir;
- c. Seleksi Nilai Volume Transaksi : Dari 60 saham tersebut, dipilih 30 saham berdasarkan tingkat likuiditas, yaitu nilai transaksi di pasar reguler selama setahun terakhir.

Berbicara tentang investasi di pasar modal tidak lepas dari dua hal yaitu keuntungan atau sering disebut return dan risiko untuk mendapat kerugian atau risk. Dalam penelitian ini, penulis hanya memperhitungkan return realisasi saham yang berasal dari capital gain tanpa memperhitungkan dividen yield. Return yang digunakan dalam penelitian ini adalah return realisasi atau sering disebut actual return. Actual return (tanpa dividen yield) dapat dihitung dengan rumus (Hartono, 2010); (Hussein, 2005) :

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (1)$$

Dimana :

R_i = *Return* saham pada hari t

P_t = Harga saham pada hari t

P_{t-1} = Harga saham pada hari sebelum t

Sehubungan dengan risiko, risiko mengacu pada penyimpangan suatu variabel. Standar deviasi (σ) adalah ukuran statistik mengenai variabilitas atau penyimpangan dari serangkaian hasil observasi. Menurut Hartono (2010), risiko sering dihubungkan dengan penyimpangan atau deviasi dari keuntungan yang diterima dengan yang diekspektasikan. Untuk menghitung risiko, metode yang banyak digunakan adalah deviasi standar yang mengukur absolut penyimpangan nilai-nilai yang sudah terjadi dengan nilai ekspektasinya.

$$SD = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n [Xi - E(Xi)]^2}{n - 1}} \quad (2)$$

Dimana :

SD = Standar Deviasi

$E(Xi)$ = nilai ekspektasi

Xi = nilai ke- i

Zubir (2011) menyatakan terdapat empat parameter yang bisa digunakan sebagai ukuran kinerja saham, yaitu : (1) Rasio *excess return* terhadap standar deviasi (*sharpe measure*); (2) *Differential return* dengan deviasi standar sebagai risiko; (3) Rasio *excess return* terhadap beta (*treynor measure*); (4) *Jensen differential performance index*. Treynor Index didefinisikan sebagai risiko premium per unit dari risiko sistematis, dimana risiko sistematis diukur dalam bentuk beta saham. Secara matematis Treynor Indeks dirumuskan :

$$TI = \frac{\overline{R_i} - \overline{R_f}}{\beta_i} \quad (3)$$

Dimana :

$\overline{R_i}$ = Rata-rata *Return* Saham atau Indeks

$\overline{R_f}$ = Rata-rata *Return* Bebas Risiko

β_i = Beta Saham atau Indeks

William F. Sharpe di tahun 1966 menggunakan Sharpe Index dan menggunakan ukuran ini untuk mengevaluasi kinerja *mutual fund*. Sharpe Index adalah rasio *excess return* sebuah portofolio dari *return* terhadap simpangan baku. Secara matematis Sharpe index diformulasikan sebagai berikut :

$$SR = \frac{\overline{R_i} - \overline{R_f}}{\sigma_i} \quad (4)$$

Dimana :

$\overline{R_i}$ = Rata-rata *Return* Saham atau Indeks

$\overline{R_f}$ = Rata-rata *Return* Bebas Risiko

σ_i = Deviasi Standar *Return* Saham atau Indeks

Michael C. Jensen pada 1968 membuat model untuk mengevaluasi kinerja portofolio yang didasarkan pada Capital Asset Pricing Model (CAPM). Model pengukuran kinerja Jensen bertujuan untuk mengukur perbedaan risiko premium portofolio (*portfolio risk premium*) dari risiko premium pasar (*market risk premium*) pada tingkat beta portofolio tertentu. Pengukuran Jensen dirumuskan sebagai berikut :

$$\alpha = \overline{R_i} - [\overline{R_f} + \beta_i (\overline{R_m} - \overline{R_f})] \quad (5)$$

Dimana :

$\overline{R_i}$ = Rata-rata *Return* Saham atau Indeks

$\overline{R_f}$ = Rata-rata *Return* Bebas Risiko

$\overline{R_m}$ = Rata-rata *Return* Pasar

β_i = Beta Saham atau Indeks

Penelitian terdahulu telah dilakukan oleh Farida. T. Rachmayanti (2003) mengenai studi perbandingan kinerja portofolio saham syariah terhadap saham konvensional. Hasilnya saham syariah secara keseluruhan relatif lebih baik dari saham konvensional dari indeks kinerja yang ada.

Irfan Syauqi Beik et.al (2011) melakukan penelitian mengenai pasar modal syariah dan krisis keuangan global mendapatkan kesimpulan bahwa pasar modal syariah memiliki kemampuan yang lebih baik untuk kembali ke keadaan normal setelah adanya krisis.

Khaled A. Hussein (2005) dengan penelitian berjudul *Islamic Investment: Evidence From Dow Jones and FTSE Indices* berdasarkan hasil penelitiannya menyebutkan bahwa Selama keseluruhan waktu pengamatan, indeks syariah menunjukkan kinerja yang lebih baik dari konvensional tetapi *underperform* saat periode bear.

Mohamed Albaity dan Rubi Ahmad (2008) dalam penelitiannya berjudul *Performance of Syariah and Composite Indices: Evidence from Bursa Malaysia* membandingkan kinerja Kuala Lumpur Composite Index (KLCI) dan Kuala Lumpur Sharia Index (KLSI) dan berkesimpulan bahwa tidak ada perbedaan signifikan antara kinerja KLCI dan KLSI.

M. Kabir Hassan dan Eric Girard (2010) melakukan penelitian dengan mengambil judul *Faith-Based Ethical Investing: The Case of Dow Jones Islamic Indexes* menyatakan tidak ada perbedaan signifikan antara kinerja DJIMI dan Dow Jones All-World.

Abul Hassan et.al (2005) dalam penelitiannya berjudul *Impact of Ethical Screening on Investment Performance: The Case of The Dow Jones Islamic Index* menyimpulkan bahwa *screening* pada DJIMI tidak membuat *underperform* terhadap Dow Jones Index-America

Adapun hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

1. H_0 : Tidak terdapat perbedaan signifikan antara kinerja Jakarta Islamic Index dan Indeks LQ-45 pada periode sebelum krisis keuangan global.
 H_1 : Terdapat perbedaan signifikan antara kinerja Jakarta Islamic Index dan Indeks LQ-45 pada periode sebelum krisis keuangan global.
2. H_0 : Tidak terdapat hubungan jangka panjang dan jangka pendek pada JII atau LQ-45.
 H_2 : Terdapat hubungan jangka panjang dan jangka pendek pada JII atau LQ-45.

3. METODE PENELITIAN

a. Menghitung *Return* Aktual Indeks

Baik pada indeks LQ-45 maupun JII menggunakan penghitungan *return* mingguan sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (6)$$

Dengan :

R_i = *Return* Indeks (JII atau LQ-45) pada hari t ; P_t = Harga Indeks (JII atau LQ-45) pada hari t ; P_{t-1} = Harga Indeks (JII atau LQ-45) pada hari sebelum t

b. Menghitung *Return* Pasar

Return pasar yang dihitung adalah *return* IHSG. Adapun penghitungannya adalah sebagai berikut :

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (7)$$

Dimana :

R_i = *Return* Indeks IHSG pada hari t ; P_t = Harga Indeks IHSG pada hari t ;

P_{t-1} = Harga Indeks IHSG pada hari sebelum t

c. Menghitung Risiko Indeks

Risiko aktual yang dihasilkan oleh ketiga indeks baik JII, LQ-45 maupun IHSG diukur dengan menggunakan rumus berikut :

$$SD = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n [X_i - E(X_i)]^2}{n - 1}} \quad (8)$$

Dimana :

SD = Standar Deviasi; $E(X_i)$ = nilai ekspektasi; X_i = nilai ke- i

d. Menghitung Koefisien Beta (β)

Beta merupakan suatu pengukur volatilitas *return* suatu sekuritas atau *return* portofolio terhadap *return* pasar (Hartono, 2010).

$$R_i = \alpha + \beta R_{mi} + \varepsilon_i \quad (9)$$

Dimana :

R_i = *Return* Indeks (JII atau LQ-45); R_m = *Return* IHSG; α = Konstanta;

β_i = Beta Indeks (JII atau LQ-45); ε = Standar Error Indeks Saham

e. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah data terdistribusi normal atau tidak. Uji normalitas data dalam penelitian ini dilakukan dengan pengujian *One Sample-Kolmogorov Smirnov (K-S)*. Sebelumnya, harus ditentukan terlebih dahulu hipotesis pengujiannya sebagai berikut :

H_0 : data terdistribusi secara normal

H_A : data tidak terdistribusi secara normal

Hasil dari pengujian ini kemudian akan dibandingkan dengan nilai signifikansi (*level of significance*). Jika nilai probabilitas yang diperoleh lebih besar nilainya dari nilai signifikansinya, maka data tersebut terdistribusikan normal (Ghozali, 2011).

f. Pengujian Hipotesis dengan *Independent Samples T test*

Pengujian hipotesis yang pertama akan dilakukan dengan *Independent Samples T test*. Akan tetapi sebelumnya akan dilakukan pengujian homogenitas data. Maka dari itu terlebih dahulu dirumuskan terlebih dahulu hipotesis pengujiannya yaitu sebagai berikut :

H_0 : variance populasi kedua sampel sama

H_A : variance populasi kedua sampel berbeda

Setelah itu dilakukan pengujian selanjutnya yaitu *Independent Samples T test*. Pengujian *Independent Samples T test* digunakan untuk melihat kesamaan rata-rata dan variansi kelompok data pada sebuah sampel independen. (Amir, 2006).

Rumusan hipotesis yang digunakan adalah sebagai berikut :

H_0 : rata-rata kedua sampel sama

H_A : rata-rata kedua sampel berbeda

g. Pengujian Kinerja Saham atau Indeks

1. Indeks Sharpe

Untuk menghitung Indeks Sharpe, rumus yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$SR = \frac{\overline{R_i} - \overline{R_f}}{\sigma_i} \quad (10)$$

Dimana :

$\overline{R_i}$ = Rata-rata *Return* Saham atau Indeks (JII atau LQ-45)

$\overline{R_f}$ = Rata-rata *Return* Bebas Risiko (Suku Bunga SBI)

σ_i = Deviasi Standar *Return* Saham atau Indeks (JII atau LQ-45)

2. Indeks Treynor

Untuk menghitung Indeks Treynor, kita bisa menggunakan rumus berikut :

$$TI = \frac{\overline{R_i} - \overline{R_f}}{\beta_i} \quad (11)$$

Dimana β_i :

$\overline{R_i}$ = Rata-rata *Return* Saham atau Indeks (JII atau LQ-45)

$\overline{R_f}$ = Rata-rata *Return* Bebas Risiko (Suku Bunga SBI)

β_i = Beta Saham atau Indeks (JII atau LQ-45)

3. Indeks Alpha Jensen

$$\alpha = \overline{R_i} - [\overline{R_f} + \beta_i (\overline{R_m} - \overline{R_f})] \quad (12)$$

Dimana :

$\overline{R_i}$ = Rata-rata *Return* Saham atau Indeks (JII atau LQ-45)

$\overline{R_f}$ = Rata-rata *Return* Bebas Risiko (Suku Bunga SBI)

$\overline{R_m}$ = Rata-rata *Return* Pasar (IHSG)

β_i = Beta Saham atau Indeks (JII atau LQ-45)

h. Analisis Regresi *Error Corection Model* (ECM)

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari Jakarta Islamic Index (JII) dan Indeks LQ-45 sebagai variabel dependen serta IHSG sebagai variabel independen dengan formulasi persamaan jangka pendek sebagai berikut :

$$\Delta JII = \gamma + \gamma_1 \Delta IHSG + \gamma_2 IHSG_{t-1} + \gamma_3 ECTJII + U_t \quad (13)$$

$$\Delta LQ45 = \gamma + \gamma_1 \Delta IHSG + \gamma_2 IHSG_{t-1} + \gamma_3 ECTLQ45 + U_t \quad (14)$$

Dimana :

JII : Harga penutupan mingguan JII sebelum dan saat krisis; LQ45: Harga penutupan mingguan Indeks LQ-45 sebelum dan saat krisis; IHSG: Harga penutupan mingguan Indeks Harga Saham Gabungan sebelum dan saat krisis.

ΔJII : Perubahan JII; $\Delta IHSG$: Perubahan IHSG; $\Delta LQ45$: Perubahan LQ-45.

$ECTJII = IHSG_{t-1} - JII_{t-1}$; $ECTLQ45 = IHSG_{t-1} - LQ45_{t-1}$.

$\gamma_1 = \alpha_1$; $\gamma_2 = -\beta_1(1 - \lambda)$; $\gamma_3 = \lambda$

U_t : Residual

$t-1$: Backward Lag Operator

Setelah nilai ECT diketahui signifikan, maka prosedur pengujian *Error Corection Models (ECM)* selanjutnya adalah pengujian asumsi klasik yang meliputi uji heteroskedastisitas, uji otokorelasi, uji normalitas residual, uji spesifikasi model, uji validitas pengaruh, uji kebaikan model, dan uji koefisien determinasi (Uji R^2).

4. ANALISIS HASIL PENELITIAN

a. Analisis Deskriptif *Return* Keseluruhan Periode

Tabel 1
Deskriptif Statistik *Return* Indeks Keseluruhan Periode
Pengamatan (dalam %)

Indeks	Mean	Median	Max.	Min.	Std.Dev.
JII	0,004615	0,009485	0,130572	-0,233028	0,043221
LQ-45	0,004507	0,009305	0,132066	-0,238044	0,043175
IHSG	0,005003	0,010048	0,122847	-0,213652	0,037850

Sepanjang periode pengamatan, rata-rata *return* mingguan yang dihasilkan oleh Jakarta Islamic Index yang ditunjukkan dengan besarnya nilai mean adalah sebesar 0,46%. Angka tersebut menunjukkan bahwa JII *outperform* terhadap LQ-45 yang menghasilkan rata-rata *return* sebesar 0,45%. Risiko yang dihasilkan kedua indeks ini juga berbeda. JII yang menghasilkan *return* yang lebih baik dari LQ-45 ternyata memiliki risiko lebih besar yang ditunjukkan dengan angka standar deviasinya sebesar 4,32%.

Keseluruhan periode pengamatan menunjukkan JII *outperform* terhadap LQ-45 namun *underperform* terhadap IHSG. IHSG menghasilkan *return* yang terbesar dari ketiga indeks tersebut di sepanjang periode pengamatan yaitu sebesar 0,5%. Namun, standar deviasinya menunjukkan angka risiko yang paling kecil dibandingkan dengan dua indeks lainnya. Hal ini dikarenakan di dalam IHSG selain terdapat saham-saham yang likuid juga terdapat saham ‘tidur’ yang menyebabkan samplingnya bias hasil. Perlu pula untuk dicatat bahwa median JII menunjukkan angka yang lebih besar dari LQ-45. Ini berarti JII memiliki nilai volatilitas (fluktuasi *return*) yang lebih besar dari LQ-45.

b. Analisis Deskriptif *Return* Periode Sebelum, Saat, dan Setelah Krisis Keuangan Global

Tabel 2
Deskriptif Statistik *Return* Indeks Sebelum, Saat, dan Setelah Krisis (dalam %)

Indeks	Mean	Median	Max.	Min.	Std.Dev.
Sebelum					
JII	0,008206	0,012307	0,076583	-0,089469	0,030053
LQ-45	0,007795	0,011178	0,073492	-0,093954	0,029193
IHSG	0,008275	0,011880	0,070034	-0,087031	0,025865
Saat					
JII	-0,000112	0,005187	0,130572	-0,233028	0,059864
LQ-45	-0,000251	0,003474	0,132066	-0,238044	0,061527
IHSG	-0,000006	0,001519	0,122847	-0,213652	0,053238
Setelah					
JII	0,005075	0,008265	0,084149	-0,098766	0,032566
LQ-45	0,005279	0,009566	0,069207	-0,087459	0,029942
IHSG	0,006299	0,010793	0,069643	-0,082274	0,026892

Keterangan:

Sebelum Krisis = 26 September 2005 – 31 Juli 2007

Saat Krisis = 6 Agustus 2007 – 25 Mei 2009

Setelah Krisis = 1 Juni 2009 – 3 Maret 2011

Pada periode sebelum terjadinya krisis keuangan global, JII menunjukkan performa *return* rata-rata yang lebih baik (0,82%) dari LQ-45 (0,77%). Meskipun JII menghasilkan *return* rata-rata yang lebih baik dari LQ-45, namun risikonya lebih tinggi pula dari *counterpartnya*.

Terlihat risiko yang dihasilkannya sebesar 3% lebih besar daripada LQ-45 (2,9%). Adapun *return* rata-rata IHSG, pada periode sebelum krisis mengalami kenaikan terus menerus dari tahun-tahun sebelumnya (sejak tahun 2003). *Return* rata-rata mingguan yang dihasilkan ketiga indeks pada periode krisis menunjukkan angka negatif. Ini berarti melakukan investasi di waktu tersebut menimbulkan kerugian karena justru mendapatkan *return* yang negatif. Memasuki tahun 2009, titik cerah nampaknya mulai muncul di pasar modal Indonesia. Ketiga indeks sudah menunjukkan kembali performa indeksnya yang cukup baik. LQ-45 mencatat rata-rata *return* mingguannya sebesar 52,79%. Ini lebih baik dari rata-rata *return* yang dihasilkan JII yaitu sebesar 50,75%. Pasar IHSG pun mulai pulih kembali dengan adanya *return* yang positif.

c. **Uji Normalitas Data Return**

Tabel 3
Hasil Uji Normalitas One-Sample Kolmogorov Smirnov Return LQ-45 dan JII

Periode	Indeks	<i>p-value</i>	Kesimpulan
Sebelum	JII	0,251***	H ₀ diterima, data terdistribusi normal
	LQ-45	0,406***	H ₀ diterima, data terdistribusi normal
Saat	JII	0,293***	H ₀ diterima, data terdistribusi normal
	LQ-45	0,634***	H ₀ diterima, data terdistribusi normal
Setelah	JII	0,091**	H ₀ diterima, data terdistribusi normal
	LQ-45	0,313***	H ₀ diterima, data terdistribusi normal
Keseluruhan	JII	0,011*	H ₀ diterima, data terdistribusi normal
	LQ-45	0,028*	H ₀ diterima, data terdistribusi normal

*Signifikan pada $\alpha = 0,01$; **Signifikan pada $\alpha = 0,05$; ***Signifikan pada $\alpha = 0,10$.

Berdasarkan hasil uji normalitas dengan menggunakan One-sample Kolmogorov Smirnov pada tabel 3 di atas menunjukkan nilai *p-value* untuk masing-masing indeks, baik JII maupun LQ-45. Untuk JII maupun LQ-45 pada saat, sebelum, setelah krisis maupun pada keseluruhan periode pengamatan masing-masing menunjukkan nilai *p-value* lebih besar dari nilai signifikansi (α). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa seluruh data *return* mingguan dalam penelitian ini terdistribusi normal.

d. Pengujian Hipotesis Data *Return* dengan *Independent Samples T test*

Tabel 4
Hasil Uji *Levene's test* *Return* Mingguan LQ-45 dan JII

Periode	<i>Levene's test</i>		Kesimpulan
	F	<i>p-value</i>	
Sebelum	0,029	0,866***	H ₀ diterima, variansi populasi kedua sampel sama.
Saat	0,070	0,791***	H ₀ diterima, variansi populasi kedua sampel sama.
Setelah	0,266	0,607***	H ₀ diterima, variansi populasi kedua sampel sama.
Keseluruhan	0,005	0,943***	H ₀ diterima, variansi populasi kedua sampel sama.

*Signifikan pada $\alpha = 0,01$; **Signifikan pada $\alpha = 0,05$; ***Signifikan pada $\alpha = 0,10$.

Dalam tabel 4 di atas, uji kesamaan variansi (*Levene's test*) dilakukan sebagai persyaratan untuk uji t dan ditemukan bahwa melalui uji F, periode sebelum krisis menunjukkan nilai *p-value* sebesar $p = 0,866 > 0,1$ (α) maka H₀ diterima. Dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan pada kedua variansi indeks tersebut. Periode saat krisis menunjukkan nilai *p-value* $0,791 > 0,1$ (α), maka H₀ diterima dapat disimpulkan bahwa kedua variansi indeks tersebut adalah sama. Periode setelah krisis menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan pada kedua nilai variansi indeks tersebut dengan nilai *p-value* $0,607 > 0,1$ (α). Begitu pula dengan periode keseluruhan pengamatan yang menunjukkan kesamaan variansi kedua indeks dengan nilai *p-value* sebesar $p = 0,943 > 0,1$ (α). Oleh karena itu, kesemua periode menggunakan *equal variances assumed*.

Tabel 5
Hasil Uji *Independent Samples T test* Return Mingguan LQ-45 dan JII

Periode	<i>Independent Samples T test</i>		Kesimpulan
	T	p-value	
Sebelum	0,095	0,925*	H ₀ diterima, kedua rata-rata sampel sama. H ₁ penelitian ditolak (tidak ada perbedaan kinerja kedua indeks).
Saat	0,016	0,988*	H ₀ diterima, kedua rata-rata sampel sama. H ₁ penelitian ditolak (tidak ada perbedaan kinerja kedua indeks).
Setelah	-0,044	0,965*	H ₀ diterima, kedua rata-rata sampel sama. H ₁ penelitian ditolak (tidak ada perbedaan kinerja kedua indeks).
Keseluruhan	0,030	0,976*	H ₀ diterima, kedua rata-rata sampel sama. H ₁ penelitian ditolak (tidak ada perbedaan kinerja kedua indeks).

*Signifikan pada $\alpha = 0,01$; **Signifikan pada $\alpha = 0,05$; ***Signifikan pada $\alpha = 0,10$.

Terlihat bahwa perbedaan rata-rata return antara JII dan LQ-45 pada periode sebelum krisis menunjukkan nilai p-value sebesar $p = 0,925 > 0,1$ (α) sehingga H₀ ditolak maka rata-rata return kedua indeks sama. Ini berarti tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja JII dan indeks LQ-45 pada periode sebelum krisis. Periode saat krisis, menunjukkan nilai p-value sebesar $p = 0,988 > 0,1$ (α) sehingga H₀ ditolak maka rata-rata return kedua indeks sama. Ini berarti tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja JII dan indeks LQ-45.

Periode setelah krisis, menunjukkan nilai p-value sebesar $p = 0,965 > 0,1$ (α) sehingga H₀ ditolak maka rata-rata return kedua indeks sama. Ini berarti tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja JII dan indeks LQ-45. Sementara untuk periode keseluruhan pengamatan, hasil uji t menunjukkan nilai p-value sebesar $p = 0,976 > 0,1$ (α) H₀ ditolak maka rata-rata return kedua indeks sama. Ini berarti tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja JII dan indeks LQ-45 pada keseluruhan periode pengamatan.

e. Pengujian Kinerja Indeks

Tabel 6
Kinerja LQ45 dan JII Sebelum, Saat, dan Setelah Periode Krisis

Periode	Indeks	Sharpe Ratio	Treynor Index	Jensen Alpha	Beta
Sebelum Krisis	JII	0,216584	0,06509	0,05851	0,101677
	LQ-45	0,20888	0,00544	-0,001269	1,119453
Saat Krisis	JII	-0,03019	-0,01063	-0,00152	0,172817
	LQ-45	-0,03164	-0,01145	-0,00166	0,171327
Setelah Krisis	JII	0,103728	0,002912	-0,00196	1,164081
	LQ-45	0,119631	0,003256	-0,00148	1,102684
Keseluruhan	JII	0,067513	0,097267	0,002819	0,026992
	LQ-45	0,065084	0,01124	0,001984	0,253029

Tabel 6 di atas menunjukkan bahwa Indeks Sharpe JII maupun LQ-45 pada periode sebelum dan setelah krisis, serta periode keseluruhan pengamatan menunjukkan angka positif. JII memiliki kinerja sedikit lebih baik dari LQ-45 sebelum krisis dan periode keseluruhan pengamatan dengan nilai Sharpe 0,216584 dan 0,067513. Sementara, LQ-45 unggul dari JII pada periode setelah krisis (0,119631). Efek krisis 2008 terlihat pada nilai negatif Indeks Sharpe pada kedua indeks.

Nilai Treynor positif pada periode sebelum dan setelah krisis, serta periode keseluruhan pengamatan. JII lagi-lagi mengungguli LQ-45 pada periode sebelum krisis dan pada periode keseluruhan pengamatan dengan besarnya nilai Treynor 0,06509 dan 0,097267. Sementara LQ-45 unggul pada periode setelah krisis dengan angka Treynor sebesar 0,003256. Pada periode krisis, kedua indeks menunjukkan kinerja yang negatif sebagai akibat dari dampak krisis keuangan global.

Alpha Jensen bernilai positif berarti kinerja saham lebih baik dari indeks pasar. Sedangkan bila negatif, berarti kinerjanya lebih rendah dari indeks pasar. JII memiliki kinerja yang lebih baik dari LQ-45 pada periode sebelum krisis ditunjukkan dengan Jensen Alphanya sebesar 0,05851 sementara Alpha Jensen LQ-45 bernilai negatif. Pada periode saat dan setelah krisis, kedua indeks sama-sama memiliki kinerja negatif. Dan dalam keseluruhan periode pengamatan, JII (0,002819) sedikit lebih baik dari LQ-45 (0,001984) dilihat dari angka Jensen Alphanya. Secara

keseluruhan, JII lebih baik kinerjanya dari LQ-45 pada periode sebelum krisis keuangan global dan pada periode keseluruhan pengamatan. Sementara kinerja LQ-45 lebih baik dari JII pada periode setelah terjadinya krisis keuangan global. Namun perbedaan kinerja JII dengan LQ-45 tidaklah signifikan jika merujuk pada pengujian beda dengan t-test.

Mengenai beta, pada tabel 4.6 di atas dapat kita lihat bahwa beta JII di bawah angka 1 (0,101677) menandakan pergerakan return JII berada di bawah return pasar (IHSG). Sebaliknya, return LQ-45 justru bergerak melebihi return pasar (1,119453). Pada saat terjadi krisis, return kedua indeks sama-sama bergerak di bawah return pasar. Sementara pada periode setelah krisis, return keduanya bergerak naik melebihi return pasar. Secara keseluruhan, return keduanya sama-sama bergerak di bawah return yang dihasilkan pasar.

f. Uji *Direct Error Corection Model (ECM)*

Tabel 7
Hasil Uji *Error Corection Model* dan Uji Asumsi Klasik

$\Delta JII = 5,746713 - 0,014865\Delta_{IHSG} - 0,021681_{IHSG(-1)} + 0,022829_{ECTJII}$ <p style="text-align: center;">(1,340990) (-0,817699) (-0,442792) (0,381034)</p>
$\Delta LQ45 = 2,532872 + 0,121084\Delta_{IHSG} - 0,245753_{IHSG(-1)} + 0,310116_{ECTLQ}$ <p style="text-align: center;">(0,552772) (6,286640)* (-4,033317)* (0,310116)*</p> <p>$\gamma_1 = \alpha_1$; $\gamma_2 = -\beta_1(1 - \lambda) = -0,3562237$; $\gamma_3 = \lambda = 0,31011$</p>
$R^2_{LQ45} = 0,187718$; F-Stat = 14,09711
Uji Asumsi Klasik Model LQ-45 : (1) Heteroskedastisitas $\chi^2(9) = 13,15869$; Prob. = 0,1556 (2) Otokorelasi $\chi^2(3) = 31,34959$; Prob. 0,0000 (3) Normalitas Residual Prob. $\chi^2(2) = 0,000000$ (4) Spesifikasi Model $F(2,181) = 2,894256$; Prob. 0,0579

Keterangan:

*Signifikan pada $\alpha = 0,01$; **Signifikan pada $\alpha = 0,05$; ***Signifikan pada $\alpha = 0,10$; angka dalam kurung adalah nilai t-statistik

Dari hasil olah data *direct Error Corection Model*, pada tabel 7 menunjukkan bahwa nilai koefisien ECT JII sudah terletak antara 0 dan 1 yaitu sebesar 0,022829 atau lebih mendekati nol daripada satu, sehingga *speed of adjustment* dari jangka pendek menuju jangka panjang berjalan dengan lambat. Nilai t-statistik ECT JII memiliki probabilitas 0,7036. Hal ini berarti H_0 diterima dan H_2 ditolak. Berarti tidak terdapat mekanisme koreksi pada JII. Selain itu, model pengujian ECM ini dapat dikatakan tidak valid atau tidak sah. Probabilitas (F-statistik) nilainya adalah 0,324169. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen ((D)IHSG dan IHSG(-1)) yang ada pada model tidak berpengaruh terhadap variabel dependen ((D)JII).

Sementara untuk LQ-45, dari hasil olah data *direct Error Corection Model*, pada tabel 4.7 menunjukkan bahwa nilai koefisien ECT LQ-45 sudah terletak antara 0 dan 1 yaitu sebesar 0,310116 atau lebih mendekati nol daripada satu, sehingga *speed of adjustment* dari jangka pendek menuju jangka panjang berjalan dengan lambat. Nilai t-statistik ECT LQ-45 memiliki probabilitas 0,0001 lebih kecil dari nilai signifikansi (α) = 0,01. Hal ini berarti H_0 ditolak dan H_2 diterima. Berarti terdapat mekanisme koreksi pada LQ-45. Selain itu, model pengujian ECM ini dapat dikatakan valid atau sah. Probabilitas (F-statistik) nilainya adalah 0,000000. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen ((D)IHSG dan IHSG(-1)) yang ada pada model berpengaruh terhadap variabel dependen ((D)LQ-45)).

Pengaruh IHSG terhadap terhadap indeks LQ-45 pada jangka pendek menunjukkan nilai t-statistik sebesar 0,121084 dan nilai probabilitas sebesar 0,0000. Hal ini berarti variabel IHSG signifikan pada $\alpha = 0,01$. Hal ini membawa implikasi bahwa terdapat hubungan jangka pendek antara IHSG dan indeks LQ-45. Sedangkan pada IHSG(-1) nilai t-statistik sebesar -0,245753 dengan nilai probabilitas sebesar 0,0001. Hal ini berarti variabel IHSG signifikan pada $\alpha = 0,01$.

Dari hasil perhitungan $\gamma_2 = -\beta_1 (1 - \lambda)$ diperoleh hasil $\beta_1 = 0,3562237$. Hal ini membawa implikasi bahwa terdapat hubungan jangka panjang antara IHSG dan indeks LQ-45, dimana apabila IHSG menguat sebesar satu persen

maka akan menaikkan indeks LQ-45 sebesar 0,35 persen, atau sebaliknya apabila IHSG melemah sebesar satu persen maka akan menurunkan indeks LQ-45 sebesar 0,35 persen. Perubahan pada variabel IHSG pada suatu waktu tertentu akan memiliki pengaruh terhadap indeks LQ-45 dalam kurun waktu 2,225 minggu $[(1-0,31011)/0,31011] \times 1 \text{ minggu}$ berturut-turut. Dapat dikatakan bahwa dalam kurun waktu 2,225 minggu tersebut indeks LQ-45 dapat kembali ke kondisi ekuilibrium. Besarnya koreksi indeks LQ-45 pada setiap minggunya adalah 0,449 poin $(1/2,225)$. Angka tersebut mengindikasikan bahwa deviasi dari ekuilibrium jangka panjang apabila terjadi *shock* maka terkoreksi sekitar 0,449 poin dalam satu minggu.

Hasil pengujian asumsi klasik didapatkan kesimpulan bahwa model LQ-45 di dalamnya tidak terdapat masalah heteroskedastisitas namun terdapat masalah otokorelasi. Sementara untuk distribusi residualnya tidak normal, dan model tersebut adalah linier (spesifikasi model benar). Diketahui bahwa nilai probabilitas F-statistik sebesar 0,000000 ternyata lebih kecil dari $\alpha = 0,01$. Ini berarti model tersebut eksis. Nilai *adjusted R²* sebesar 0,187718. Ini berarti sebanyak 18,77 persen perubahan harga indeks LQ-45 dipengaruhi oleh IHSG, dan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain di luar model.

5. PENUTUP

a. Kesimpulan

1. Perbandingan kinerja dalam keseluruhan periode pengamatan LQ-45 lebih baik kinerjanya dari JII, namun pengujian *Independent Samples T test* menunjukkan bahwa kinerja keduanya tidak berbeda secara signifikan.
2. Pengukuran kinerja dengan Indeks Sharpe, Indeks Treynor, dan Indeks Alpha Jensen menunjukkan kinerja JII lebih baik dari LQ-45 pada periode keseluruhan pengamatan dan sebelum krisis. Sementara LQ-45 lebih baik dari JII pada periode setelah krisis;
3. Antara IHSG dan indeks LQ-45 terdapat hubungan jangka panjang dan jangka pendek tetapi tidak untuk JII.

b. Implikasi

Penemuan ini memberikan implikasi bahwa pada investor hendaknya membeli atau melakukan investasi pada indeks LQ-45 saat periode ekonomi suatu negara normal mengingat pergerakan saham konvensional lebih mengutamakan mekanisme koreksi.

c. Keterbatasan

Berikut ini adalah keterbatasan dalam penelitian ini yang perlu diperhatikan oleh peneliti selanjutnya :

1. Penentuan proksi *return* bebas risiko (*risk free*) yang menggunakan acuan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Hal ini perlu dikoreksi kembali karena pada dasarnya investasi syariah tidak diperkenan adanya riba.
2. Proksi indeks saham konvensional tidak hanya LQ-45 saja melainkan ada indeks lain seperti Indeks BISNIS-27, dan sebagainya. Begitu juga proksi indeks syariah sekarang tidak hanya JII saja tetapi juga ada Indonesia Sharia Stock Index (ISSI);

d. Saran

1. Penghitungan kinerja saham dapat dilakukan pada proksi indeks yang berbeda.
2. Analisis kinerja saham menggunakan data harian agar lebih akurat dalam menghitung *return* saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Albaity, Mohamed and Ruby Ahmad. 2008. *Performance of Syariah and Composite Indices: Evidence from Bursa Malaysia*. Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance, Vol. 4, No. 1, pp. 23-43.
- Achsien, Iggi A. 2003. *Investasi Syariah di Pasar Modal: Menggagas Konsep dan Praktek Manajemen Portofolio Syariah*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Anonim. 2012. *Historical Prices of Jakarta Composite Index*. <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=^JKSE+Historical+Prices>. Diakses 25 November 2012.
- _____. 2012. *Historical Prices of Jakarta Islamic Index*. <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=^JKII+Historical+Prices>. Diakses 25 November 2012.

- _____. 2012. *Historical Prices of Jakarta LQ-45*. <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=^JKLQ45+Historical+Prices>. Diakses 25 November 2012.
- _____. 2012. *Suku Bunga SBI*. <http://www.bi.go.id/web/id/Statistik/Statistik+Ekonomi+dan+Keuangan+Indonesia/Versi+HTML/Sektor+Moneter/>. Diakses 25 November 2012.
- _____. 2009. *Nota Keuangan dan Rancangan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara Republik Indonesia Tahun Anggaran 2009*.
- Beik, Irfan Syauqi., Wisnu Wardhana, dan Rahmat Heru Setianto. *Pasar Modal Syariah dan Krisis Keuangan Global*. Iqtishodia, Jurnal Ekonomi Islam Republika. Edisi Kamis, 27 Januari 2011.
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS19*. Semarang: Badan Penerbit Undip.
- Hartono, Jogiyanto. 2010. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta : BPFE.
- Hassan, Abul., Antoniou Antonios., and D Krishna Paudyal. 2005. *Impact of Ethical Screening on Investment Performance : The Case of The Dow Jones Islamic Index*. Journal of Islamic Economic Studies (IRTI), Vol. 12, No. 2 & Vol. 13, No. 1, February & August 2005.
- Hassan, M. Kabir and Eric Girard. 2010. *Faith-Based Ethical Investing : The Case of Dow Jones Islamic Indexes*. Journal of Islamic Economic Studies (IRTI), Vol. 2, No. 2, pp 1-30.
- Hussein, Khaled A. 2005. *Islamic Investments: Evidence from Dow Jones and FTSE Indices*. International Conference of Islamic Economics and Finance, Indonesia.
- Rachmayanti, Farida. T. (2003). *Analisis Kinerja Portofolio Saham Syariah terhadap Saham Konvensional (Sebuah Studi Perbandingan)*. Tesis Program Pascasarjana PSKTTI-UI : Jakarta.
- Zubir, Zalmi. 2011. *Manajemen Portofolio; Penerapannya dalam Investasi Saham*. Jakarta : Salemba Empat.